

分析师：顾敏豪
 登记编码：S0730512100001
 gumh00@ccnew.com 021-50586308

产品价格下跌导致业绩下滑，资源优势 下长期增长前景可观

——云天化(600096)年报点评

证券研究报告-年报点评

买入(维持)

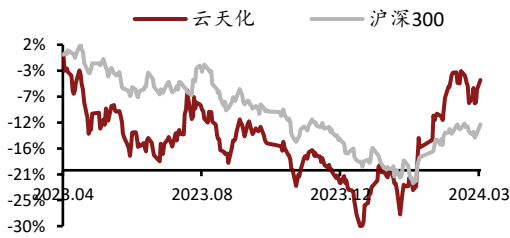
市场数据(2024-04-01)

收盘价(元)	19.31
一年内最高/最低(元)	21.30/14.20
沪深 300 指数	3,595.65
市净率(倍)	1.89
流通市值(亿元)	354.21

基础数据(2023-12-31)

每股净资产(元)	10.22
每股经营现金流(元)	5.14
毛利率(%)	15.18
净资产收益率_摊薄(%)	24.13
资产负债率(%)	58.13
总股本/流通股(万股)	183,432.87/183,432.87
B股/H股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券

相关报告

《云天化(600096)年报点评：磷化工景气提升推动业绩增长，磷矿资源优势保障长期发展》2023-04-19

联系人：马嶽琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

发布日期：2024 年 04 月 02 日

投资要点：公司公布 2023 年年度报告，2023 年公司实现营业收入 690.60 亿元，同比下滑 8.30%。实现归属于上市公司股东的净利润 45.22 亿元，同比下滑 24.90%，扣非后的净利润 45.08 亿元，同比下滑 23.54%，基本每股收益 2.47 元。公司同时公布了 23 年度利润分配预案，拟每 10 股派发现金红利 10 元。

- **磷化工景气有所回落，公司业绩同比下滑。**公司是我国磷化工领域的龙头企业，主要产品包括化肥、磷矿采选、精细化工等，产品包括磷肥、尿素、复合肥、聚甲醛、饲料级磷酸钙盐、黄磷等。2023 年，磷肥、聚甲醛、黄磷等产品价格下滑，磷化工行业整体景气有所回落。从公司产品销售和价格来看，2023 年公司磷铵、复合肥、尿素、聚甲醛、黄磷和饲料磷酸氢钙分别实现销量 479.35、155.51、248.97、10.85、2.11 和 57.56 万吨，同比变动 4.05%、52.82%、27.07%、7.00%、-1.40%和-2.16%，销售均价分别为 3289.7、3077.2、2322.1、11648.1、22155.6 和 3118.3 元/吨，同比下滑 16.90%、3.52%、9.81%、27.78%、24.54%和 17%。受主要产品价格下滑的影响，公司各业务收入以下滑为主，全年实现营业收入 690.60 亿元，同比下滑 8.30%。

盈利能力方面，在自产磷矿石的保障下，加上原材料硫磺、原料煤价格跌幅较大，公司磷铵业务毛利率同比提升。全年磷酸一铵和磷酸二铵毛利率分别为 35.15%和 32.42%，同比提升 0.28 和 7.29 个百分点。饲料磷酸氢钙业务毛利率 31.20%，同比提升 1.31 个百分点。此外受产品价格下跌影响，尿素、复合肥、聚甲醛和黄磷毛利率分别为 33.21%、10.94%、25.88%和 33.61%，分别下滑 8.61、6.50、19.23 和 21.62 个百分点。公司全年综合毛利率 15.18%，同比下滑 1.04 个百分点。在收入和盈利能力下滑的影响下，全年公司实现净利润 45.22 元，同比下滑 24.90%，扣非后的净利润 45.08 亿元，同比下滑 23.54%。

- **磷矿石价格有望维持高位，公司磷矿资源优势显著。**2021 年以来，受需求提升和供给收缩等因素推动，磷矿石供需较为紧缺，价格持续上涨。2023 年上半年受下游磷肥、新能源等需求较弱影响，磷矿石价格小幅回调，并于 2023 年 8 月恢复上涨。目前磷矿石价格仍维持高位运行。根据卓创资讯数据，目前国内 30%磷矿石主流市场均

价 1052 元/吨，较年初价格上涨 1.89%，较 2023 年 8 月的低位上涨 18.87%。由于磷矿石资源的不可再生性和开采过程中环保要求的提高，未来磷矿石的稀缺性将不断提升。随着下游磷肥、新能源领域对需求的拉动、磷矿石供给的紧张态势有望延续，推动磷矿石价格高位运行。公司磷矿资源储备丰富，目前的磷矿生产能力 1450 万吨/年，磷矿石储量近 8 亿吨，是我国最大的磷矿采选企业一。公司产能和储量均位居国内第一，资源优势显著。近期公司公告，参股子公司聚磷新材竞得云南省镇雄县碗厂磷矿普查探矿权，未来公司磷矿权益有望进一步提升。

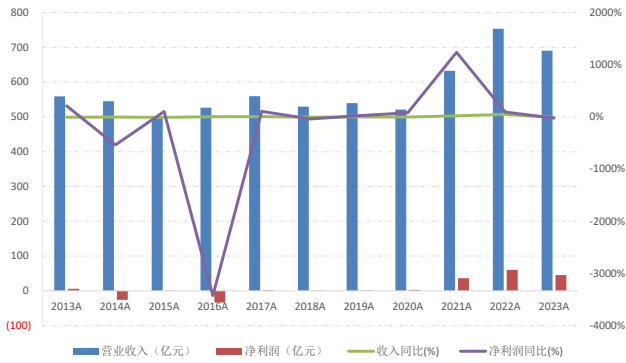
- **依托磷氟资源优势，业务逐步转型升级。**近年来，依托丰富的磷矿以及磷肥副产氟硅酸带来的磷、氟资源优势，公司持续向新能源、新材料等高附加值的精细化工领域延伸，积极推动业务的多元化和转型升级。2023 年，公司年产 10 万吨电池级磷酸二氢铵项目顺利建成投产，同时对已建成年产 10 万吨磷酸铁装置，持续开展技改优化和控品降本，积极突破技术优化和成本控制关键课题。此外，公司年产 2000 吨磷系阻燃剂 PMPP 装置、年产 1500 吨含氟硝基苯多功能装置完成工艺技改，磷酸二氢钾装置实现达标达产，合资公司年产 3 万吨氢氟酸装置完成技改扩产、年产 3 万吨无水氟化氢联产白炭黑项目建成。未来公司将围绕“磷”“氟”资源，持续扩展产业链优势，产业转型升级稳步推进。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2024、2025 年 EPS 为 2.62 元和 2.77 元，以 4 月 1 日收盘价 19.31 元计算，PE 分别为 7.38 倍和 6.97 倍。考虑到公司的发展前景与资源优势，维持公司“买入”的投资评级。

风险提示：磷矿石价格下跌、公司新项目进展低于预期

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	75,313	69,060	68,892	70,726	72,678
增长比率（%）	19.07	-8.30	-0.24	2.66	2.76
净利润（百万元）	6,021	4,522	4,798	5,079	5,437
增长比率（%）	65.33	-24.90	6.10	5.85	7.06
每股收益(元)	3.28	2.47	2.62	2.77	2.96
市盈率(倍)	5.88	7.83	7.38	6.97	6.51

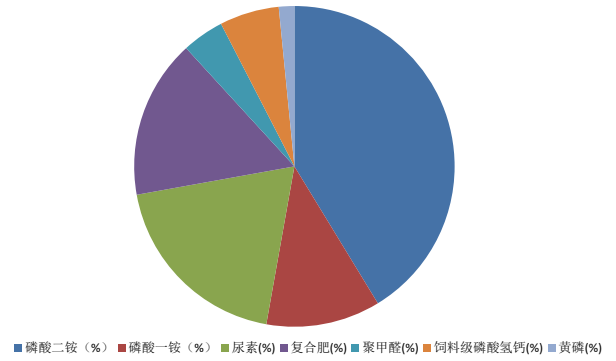
资料来源：中原证券、聚源数据

图 1：公司历年业绩增长



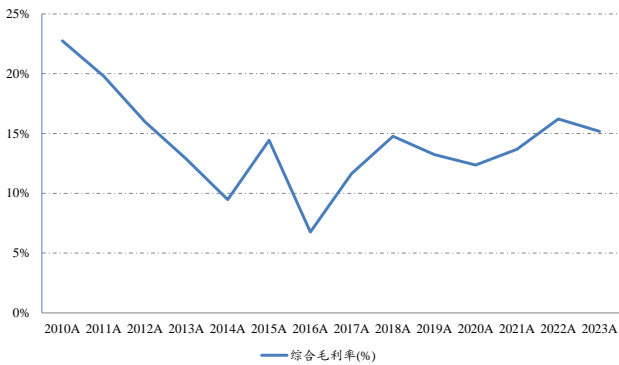
资料来源：中原证券、wind

图 2：公司主营业务收入结构



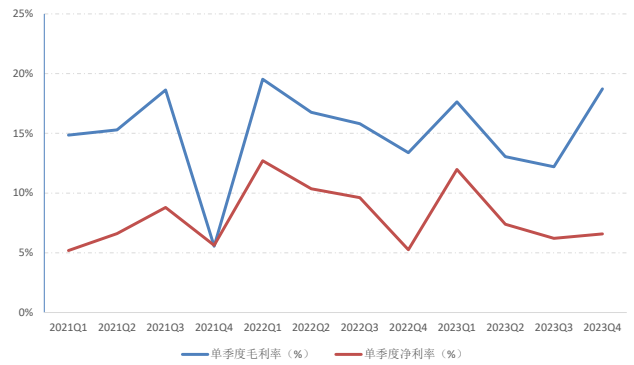
资料来源：中原证券、wind

图 3：公司综合毛利率



资料来源：中原证券、wind

图 4：公司单季度盈利能力



资料来源：中原证券、wind

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	20,749	17,311	19,033	22,356	26,329
现金	7,444	6,434	8,035	11,119	14,840
应收票据及应收账款	2,829	903	909	933	959
其他应收款	249	153	163	167	172
预付账款	795	615	880	899	919
存货	7,968	7,545	7,330	7,488	7,655
其他流动资产	1,465	1,662	1,717	1,750	1,785
非流动资产	32,473	35,259	38,956	42,329	45,378
长期投资	3,223	3,515	3,815	4,115	4,415
固定资产	19,627	22,550	25,432	28,061	30,404
无形资产	3,870	4,565	4,865	5,165	5,465
其他非流动资产	5,753	4,630	4,844	4,988	5,093
资产总计	53,223	52,571	57,989	64,685	71,707
流动负债	23,450	17,692	16,409	16,126	15,857
短期借款	10,045	5,883	4,883	4,383	3,883
应付票据及应付账款	4,029	4,358	4,154	4,243	4,338
其他流动负债	9,376	7,452	7,372	7,500	7,637
非流动负债	10,360	12,868	15,718	18,568	21,418
长期借款	8,321	11,180	13,980	16,780	19,580
其他非流动负债	2,039	1,688	1,738	1,788	1,838
负债合计	33,810	30,560	32,127	34,695	37,275
少数股东权益	3,048	3,268	4,182	5,149	6,185
股本	1,835	1,834	1,834	1,834	1,834
资本公积	7,295	7,194	7,194	7,194	7,194
留存收益	7,076	9,764	12,702	15,862	19,268
归属母公司股东权益	16,365	18,742	21,681	24,841	28,246
负债和股东权益	53,223	52,571	57,989	64,685	71,707

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	10,551	9,437	9,215	10,367	11,171
净利润	7,046	5,493	5,712	6,046	6,473
折旧摊销	2,273	2,745	3,451	3,775	4,099
财务费用	1,209	839	508	631	699
投资损失	-543	-456	-448	-460	-472
营运资金变动	-39	191	-405	-20	-22
其他经营现金流	604	626	396	395	394
投资活动现金流	-3,880	-2,917	-7,096	-7,083	-7,069
资本支出	-3,979	-1,854	-7,296	-7,295	-7,294
长期投资	-51	-1,454	-298	-298	-298
其他投资现金流	150	391	498	510	522
筹资活动现金流	-8,377	-6,233	-481	-200	-381
短期借款	-11,874	-4,162	-1,000	-500	-500
长期借款	2,925	2,860	2,800	2,800	2,800
普通股增加	-3	0	0	0	0
资本公积增加	24	-101	0	0	0
其他筹资现金流	551	-4,830	-2,281	-2,500	-2,681
现金净增加额	-1,653	250	1,601	3,084	3,721

资料来源：中原证券

利润表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	75,313	69,060	68,892	70,726	72,678
营业成本	63,100	58,579	58,642	59,903	61,241
营业税金及附加	714	825	827	849	872
营业费用	757	800	827	849	872
管理费用	1,032	989	999	1,026	1,054
研发费用	368	550	551	566	581
财务费用	1,066	703	431	534	566
资产减值损失	-376	-446	-300	-300	-300
其他收益	197	173	172	177	182
公允价值变动收益	-5	1	0	0	0
投资净收益	543	456	448	460	472
资产处置收益	38	15	34	35	36
营业利润	8,560	6,825	6,971	7,371	7,882
营业外收入	42	21	20	20	20
营业外支出	78	266	150	150	150
利润总额	8,523	6,579	6,841	7,241	7,752
所得税	1,478	1,086	1,129	1,195	1,279
净利润	7,046	5,493	5,712	6,046	6,473
少数股东损益	1,024	971	914	967	1,036
归属母公司净利润	6,021	4,522	4,798	5,079	5,437
EBITDA	11,586	9,961	10,723	11,551	12,417
EPS (元)	3.28	2.47	2.62	2.77	2.96

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	19.07	-8.30	-0.24	2.66	2.76
营业利润 (%)	66.77	-20.27	2.14	5.74	6.93
归属母公司净利润 (%)	65.33	-24.90	6.10	5.85	7.06
获利能力					
毛利率 (%)	16.22	15.18	14.88	15.30	15.74
净利率 (%)	8.00	6.55	6.96	7.18	7.48
ROE (%)	36.79	24.13	22.13	20.45	19.25
ROIC (%)	18.44	14.47	12.83	12.06	11.46
偿债能力					
资产负债率 (%)	63.53	58.13	55.40	53.64	51.98
净负债比率 (%)	174.16	138.84	124.22	115.69	108.26
流动比率	0.88	0.98	1.16	1.39	1.66
速动比率	0.49	0.49	0.63	0.84	1.09
营运能力					
总资产周转率	1.42	1.31	1.25	1.15	1.07
应收账款周转率	54.03	50.48	76.04	76.78	76.82
应付账款周转率	17.51	14.47	14.00	14.55	14.56
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	3.28	2.47	2.62	2.77	2.96
每股经营现金流 (最新摊薄)	5.75	5.14	5.02	5.65	6.09
每股净资产 (最新摊薄)	8.92	10.22	11.82	13.54	15.40
估值比率					
P/E	5.88	7.83	7.38	6.97	6.51
P/B	2.16	1.89	1.63	1.43	1.25
EV/EBITDA	4.62	4.20	4.56	4.17	3.77

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-10%至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-15%至-10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或其他决定的唯一信赖依据。